

## 金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）

今次の世界的な金融危機を受け、店頭デリバティブ取引やヘッジ・ファンドなどに関して海外・国内において様々な議論が行われている。

こうした各般の議論や我が国の実態を踏まえ、我が国として対応すべき諸課題について、来年度通常国会に向けた具体的検討を開始することとし、去る 11 月 13 日、「金融・資本市場に係る制度整備について」において、①店頭デリバティブ取引に関する規制、②ヘッジ・ファンドに関する規制、③証券決済・清算態勢の強化、④証券会社の連結規制等、⑤投資家保護・取引の公正の確保の各項目について、市場関係者等から適宜調査等を行うこととした。

これらの項目は、今次の金融危機において国際的な重要課題として認識されたのみならず、我が国金融・資本市場においても、今後早急に取り組むべき問題として認識されたものである。

今般、市場関係者等からの実態調査も踏まえ、国際的な議論や我が国の金融システム・金融業の実情に照らし、適確な対応を行う等の視点に立って、次のとおり「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）」を整理したところである。同骨子案は、我が国における危機の伝播を抑止するための措置の実施、金融商品取引業者等への適切な規制・監督を通じて、我が国市場の安定性・透明性の向上と投資家保護の確保に資するものと考えている。

今後、幅広く市場関係者等から再度意見を聴取した上で、早期に結論をとりまとめることとしたい。

### I. 店頭デリバティブ取引の決済の安定性・透明性の向上

#### 背景

#### (1) 今次の金融危機時における店頭デリバティブ取引の決済リスクの発生

店頭デリバティブ取引については、金融機関において膨大な相対取引が行われている中、市場の透明性が欠如しているとの指摘や、リスク評価が必ずしも適正に行われていない等の指摘がある。

このような中、今次の金融危機時に、取引の大半（94.6%（平成 21 年 6 月末、BIS 統計ベース））が行われている欧米において、特に CDS 取引については、決済・清算に係る市場インフラの整備が不十分であったこともあり、金融機関において、取引相手方の破綻等により、決済を履行できないリスク（カウンターパーティー・リスク）への懸念が深刻化した。この結果、金融機関の保有ポジション縮小や取引忌避等による取引の縮小がみられ、金融機関の連鎖破綻（システムミック・リスク）の懸念が表面化した。

#### (2) 国際的な対応動向

こうした状況を受け、国際的には、

- ① 決済の安定性を確保するために、金融機関が行う取引について、清算機関（注）が取引当事者双方の相手方となり、決済リスクを集中的に引き受け、履行の保証

を行うことで、金融機関の決済リスクを減少させること（以下「清算集中」という）、

(注) 清算機関は、各取引当事者から債務を引受け、集中的に支払・受払額を相殺（ネットティング）した上で、日々、取引当事者が、市場動向に応じて、どの程度の危険負担を行うべきかを算定（値洗い）し、国内であれば、翌日にはこの算定に応じた担保を当事者から徴求することにより、取引当事者間の債権債務の決済リスクを極小化するように対応している。更に、清算機関に対しては、履行保証を強化する観点から、自己資本などの財務基盤の充実が求められている。

② 取引関係の実態把握を十分にすることで、市場の透明性を向上させること、が重要であるとの問題意識の下、店頭デリバティブ取引の清算集中や市場の透明性の向上を達成させるためのインフラ整備と、それを前提とした規制の法制化に向けた取組が進展してきている。

具体的には、金融・世界経済に関する首脳会合（以下「G20 サミット」という）での国際合意の内容を踏まえ、米国では、標準化された店頭デリバティブ取引に対する清算機関等の利用義務付け、店頭デリバティブ取引の取引情報の取引情報蓄積機関への報告義務等を内容とする法案が議会に提出され、審議中である。欧州委員会においても、米国法案と同様の内容のコミュニケーションを発表したところである。また、G20 サミットにおいては、清算機関を通じて決済されない契約を、より重い所要自己資本賦課の対象とすべきこと等も合意されたところである。

### (3) 我が国の現状と対応動向

証券やデリバティブ取引の決済・清算制度は、金融取引の結節点としての役割とともに、危機の伝播を遮断する役割も担っているいわゆるシステム上重要なインフラと位置付けられる。こうした中、我が国においても、多額の金利デリバティブ取引等が、依然として、取引当事者間における相対取引に留まっているのが現状である。従って、我が国金融機関の取引規模が大きく、国境を越えた取引関係が幅広く構築されている金利スワップ取引と、今次の金融危機において決済の安定性への懸念が問われた CDS 取引を念頭に、清算集中に係る制度面での検討が求められている。また、我が国の清算機関においても、昨秋以来、金利スワップ取引及び CDS 取引を対象にした清算業務の提供を目指す検討が進められている。

#### 考え方

### (1) 決済の安定性の確保（清算集中、外国清算機関等）

① (イ) 店頭デリバティブ取引は相対で取引・決済が行われており、取引相手方の破綻等により、決済を履行できないリスク（カウンターパーティー・リスク）がある。特にそのうち、取引量が多額であるものについては、多額の取引についてカウンターパーティー・リスクが顕在化することで、市場の安定に懸念を生じさせるおそれがある。従って、そのような取引については、清算集中の対象とすることにより、清算機関が危機の伝播を遮断する役割を果たすことができるような制度を構築することが有効と考えられる。

(ロ) 我が国市場における決済リスクの縮減を、确实かつ速やかに達成するためには、清算集中を行うにあたり、清算機関が、我が国市場の動態を反映したリスク量を、適時適切に把握し、参加金融機関を含む必要なリスク管理を速やかに行うよう制度的に担保することが必要である。

② 以上のような問題意識を踏まえれば、我が国に設立された清算機関が、我が国において行われる店頭デリバティブ取引の清算集中を行うことが本来求められ

るところである。特に店頭デリバティブ取引のうち、取引自体の清算要件が、我が国での企業の破綻要件と密接に関連しているものについては、国内清算機関への清算集中が必要と考えられる。

- ③ 他方、市場関係者からは、国内清算機関のみへの清算集中を義務付けた場合には、決済リスクの縮減の必要上、我が国市場を避けて海外で取引を行うようになるなど、我が国店頭デリバティブ市場の空洞化（海外への流出）が進むことを懸念する見方がある。従って、我が国の金融機関の多くが国境を越えて金融取引を行っているという実態にかんがみ、経済合理性と取引の性質等に照らして、外国に設立された清算機関を含む清算の仕組みについても検討される必要がある。

以上を総括すれば、清算集中のあり方としては、国内清算機関への清算集中を基本としつつ、上記の清算機関の業務執行上の要請に適合する限りにおいて、国内清算機関と外国清算機関とが連携して清算を行う方式（以下「リンク方式」という）による清算集中を認めることが考えられるのではないかと。更に、外国清算機関の直接参入（支店方式等）による清算集中を認めることも選択肢の一つとして考えられるのではないかと。

なお、今回の取組は、下記「対応骨子（案）」のとおり、店頭デリバティブ取引の清算機関に係る制度的な枠組みをまず用意しようとするものである。更に、我が国市場における店頭デリバティブ取引決済の安定を実現するためには、民間ベースで進められている我が国清算機関による清算業務の提供開始に向けた取組が、早急に具体化されることが望まれる。

## **(2) 市場の透明性の向上（取引情報の保存・報告の義務付け）**

- ① 今次の金融危機において、主に欧米でみられた店頭デリバティブ取引に係る決済リスクへの懸念は、市場の透明性が欠如し、取引実態の十分な把握が行えなかったことに起因する面がある。また、市場の透明性が欠如していたことにより、監督当局が対応を図る際にも困難な面があった。従って、当局が店頭デリバティブ取引の実態を十分に把握できるとともに、把握した情報の一部を当局が公表することで、市場関係者にとっても市場の透明性が向上するよう、金融機関に対し、取引情報の保存や当局への報告を求めることが必要であると考えられる。
- ② 我が国においては、店頭デリバティブ取引を含む金融取引に対して、金融商品取引法で、金融機関（金融商品取引業者等）の取引情報の保存及び当局への提出の枠組み等の規制が既に講じられている。
- ③ 一方で、店頭デリバティブ取引は、相対で行われることから、取引所取引のような契約・情報等の集中が現時点においては存在しない。また、当局による取引実態の十分な把握のためには、錯綜した取引関係を整理し、リスク要因の特定が可能となる形での情報の取得が重要となるが、その要請を満たすためには、当局に提出される取引情報の内容の定型化も必要となる。

昨今、取引参加者間でその使用が普及しつつある取引情報蓄積機関においては、契約執行の電子化と相俟って取引当事者の取引情報が定型化された内容で集約的に蓄積されている。また、清算機関においても、清算された取引の情報が定型化された形で集中されている。そうした状況を踏まえれば、当局による取引実態の十分な把握という観点から、当局が取引情報蓄積機関及び清算機関からの取引情報取得を可能とすることは、有効な施策と考えられる。

ただし、取引情報蓄積機関及び清算機関は、現状、すべての商品の取引情報を蓄積しているわけではない上に、取引参加者から以上の要請を満たす取引情報を

直接適時かつ十分に取得することによっても市場の透明性を確保できることを踏まえれば、金融機関からの直接の情報取得を可能とすることも同時に必要と考えられる。

## 対応骨子（案）

### (1) 清算集中の対象及び清算機関制度

#### ① 取引規模の大きいデリバティブ取引の清算集中

- 我が国における取引規模が多額で、清算集中による決済リスクの減少が我が国市場の安定に必要と考えられる一定の取引（現状においては、具体的には、金利スワップ取引のプレーン・バニラ型）については、清算集中の対象とすることが必要と考えられる。

清算集中を図る際には、国内清算機関への集中が本来望ましいところであるが、決済リスクの縮減を速やかに図るべきとの要請への対応や、取引関係が国際的に構築されている実態下で我が国市場関係者の経済合理性を確保することも、併せて求められる。

こうした観点から、国内清算機関への清算集中に加え、一定の要件を充たした国内清算機関と外国清算機関のリンク方式による清算集中を行うべきではないか。更に、外国清算機関への清算集中を行うことを選択肢の一つとすることについて、どう考えるべきか。

- 仮に、外国清算機関のリンク参入等を認めるのであれば、我が国の金融商品取引業者等への清算業務の提供に係る安定性・適切性を確保するため、
  - ・ 我が国市場の動態を適確に反映したリスク管理を求める観点から、国内清算機関が行う値洗い等の決済リスクの極小化措置に係る執行・運営体制と代替性が高いと認められる執行・運営体制を整備すること
  - ・ 外国の当局の適切な監督下にあること等の参入要件を設けるべきではないか。

#### ② 我が国法制下での執行と密接に関連するデリバティブ取引の国内清算機関への集中

- デリバティブ取引自体の清算要件が、我が国での企業の破綻要件と密接に関連しているため、我が国清算機関で清算の要否が判断されるべき取引については、国内清算機関において集中的に清算を行うことが当該デリバティブ取引の国内における決済の安定上重要である。とりわけ、我が国における取引規模が一定程度に達しており、清算集中が決済リスクの低減に大きく寄与すると見込まれる一定の取引（具体的に、当面は、CDSの指標取引のうち iTraxx Japan を想定）については、国内清算機関への清算集中を行うべきではないか。

#### ③ 上記①・②に係る清算集中の義務が課される対象業者

- 清算集中の意義を踏まえれば、清算集中の義務が課される対象業者は、自らが破綻した際、そのポジションを他の金融機関に移転するコスト（再構築コスト）が甚大になるおそれのある、取引規模の大きい金融商品取引業者等をまずは対象とすることが適当と考えられる。

また、清算機関における経済合理性の観点からも、まずは、取引規模の大きい金融商品取引業者等を対象に清算集中義務を課することが適当であると考えられる。

④ 清算集中に伴う（国内に設立された）清算機関の基盤強化

- 国内に設立された清算機関の基盤強化を図る必要性は高く、主要株主規制及び資本金規制を導入すべきと考えられる。

※ 資本金規制の具体的な水準は引き続き検討。

**(2) 取引情報の保存・報告**

- 市場の透明性向上の観点からは、取引情報蓄積機関・清算機関から当局への取引情報の提出を可能とする制度的枠組みを構築すべきであると考えられる。ただし、取引情報蓄積機関・清算機関から提出される情報だけでなく、当局が金融機関に対して直接情報を提出するよう求めることで、当局が監督上必要な情報を確実に取得することも必要と考えられる（なお、上記の要請を満たすため、実際に如何なる取引情報を取得すべきかについては、今後の国際的な議論の動向を踏まえつつ、検討していく必要）。

**II. 国債取引・貸株取引等の証券決済・清算態勢の強化**

**背景**

国債取引は売買取引及びレポ取引（貸借取引）から成る。うち、レポ取引の市場規模（残高）は、81兆円（平成21年10月末残、日本証券業協会統計）であり、コール市場の残高が16兆円（平成21年10月末残、日本銀行統計）であることに比しても、レポ取引は、我が国の短期金融市場における金融機関の主要な資金調達手段としての位置付けを有している。

国債の売買取引及びレポ取引については、平成17年より日本国債清算機関が、金銭支払いの相殺（ネットィング）や履行保証等の清算業務を提供しているが、同機関の利用率は国債の売買・レポ取引全体の4割程度（日本銀行決済額ベース）に留まっている現状にある。このような中、昨年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時、国債市場において、同社による国債の売買・レポ取引に係る国債証券の受渡しが不能となったことから、昨年9月の1ヶ月の受渡しの遅延（フェイル）は、累計で約5.7兆円と、過去に例のない水準にまで積み上がった。このため、レポ市場では市場流動性が大きく低下した。

また、貸株取引については、取引が金融機関や機関投資家等において相対で行われている中で、株式の売買取引や国債取引等と比べ、DVP決済（証券の受渡しと資金の支払いの同時履行）の仕組みが整備されておらず、決済リスクの削減が図られていないのが現状である。こうしたこともあり、リーマン・ブラザーズ証券破綻時に貸株取引を行った業者の中には、リーマン・ブラザーズ証券に株式を引き渡したものの、見合いの資金を受け取れなかった者が見られた。

**考え方**

国債市場における日本国債清算機関の役割については、昨年9月のリーマン危機時に、市場ではフェイルが同年10月まで発生したところ、日本国債清算機関は、フェイルを概ね同年9月中（リーマン・ブラザーズ証券の破綻後2週間）で解消し

ている。従って、リーマン危機時にも確認された清算機関のリスク削減機能の更なる活用を図るため、同機関の利用を拡大するための施策を講じる必要があると考えられる。

この点、市場関係者からは、同機関の利用拡大が必要であることは概ね一致した考えが示されたものの、同時に、同機関の利用拡大にあたっては、同機関の態勢面（財務基盤、人員）及び資金・国債の調達能力やオペレーション上の遂行能力の強化の必要性も併せて指摘されているところである。

更に、国債等の証券決済リスク低減のため、日本国債清算機関への集中効果の発揮のみならず、フェイル発生時の取扱いルール（フェイル慣行）の確立・普及や国債の決済期間の短縮などの各種の方策を、早急に実施する必要があると考えられる。

## 対応骨子（案）

### (1) 国債取引の決済リスク削減

○ 日本国債清算機関や日本証券業協会等の市場関係者において、以下の各取組を進めることを前提に、国債取引の清算集中を法令上措置することを検討する。

そのため、市場参加者において、以下の各取組の実行期限を明確にした工程表（ロード・マップ）を来年前半を目途に作成・公表することが求められる（清算集中は、工程表を踏まえ、決済期間の短縮の実現時期に合わせることを考えられる）。

- ① 国債取引に係る決済リスクを低減させる観点から、国債取引における清算機関の利用拡大を図るべきであり、そのために、日本国債清算機関の態勢強化を図ることとする（具体的には、新システムの稼働と日本国債清算機関のガバナンスの充実。財務基盤、流動性資金・国債調達及び人員の拡充）
- ② 国債取引に係る決済リスクを低減し、清算機関の利用メリットを向上させるための決済期間の短縮、フェイル慣行の確立・普及を図ることとする

### (2) 貸株取引に係る証券決済・清算態勢の強化

○ 貸株取引に係る決済リスク削減を図るため、関係者による検討を進展させることとし、関係者において、清算機関の利用の義務付け又はDVP決済のルール化の時期を含む工程表を早急に作成・公表すべきではないか（一つの目途としては、来年中の作成・公表が考えられる）。

### (3) 我が国の清算機関の体制のあり方（清算体制の整合性の整備）

○ 現在の金融商品毎に清算機関（日本証券クリアリング機構、ほふりクリアリング、日本国債清算機関、大阪証券取引所、東京金融取引所）が分立している状態の改善が図られれば、システム投資その他の共通コストの節減等を通じた提供サービスの効率化をはじめ、我が国市場の競争力強化に資するとの考え方がある。

これについては、まずは、市場関係者において、各金融商品を通じた清算体制の整合性に配慮した検討がなされることが望まれる。

## Ⅲ. 証券会社の連結規制・監督等

### 1. 証券会社の連結規制・監督の導入

## 背景

### (1) 現在の規制・監督の枠組み

証券会社（第一種金融商品取引業者）については、投資者保護及び市場の公正性・透明性を確保する観点から、市場仲介者としての業務運営の適切性の確保や顧客資産の適正管理等を図るために必要なものとして、証券会社自身に対する単体ベースの規制・監督が基本となっている（注）。

（注）第一種金融商品取引業者のうち、国際的に活動するグループについては、グループ全体での財務状況の把握を、監督上の措置として行っている。

なお、銀行については、預金者保護の観点のほか、資金決済機能を担うという側面も踏まえ、金融システムの安定性確保の観点から、連結自己資本規制やグループ会社に対する業務範囲規制等、連結ベースの規制・監督が整備されている。

しかし、証券会社の組織の巨大化・複雑化（グループ化）が進み、当局によるグループ全体の経営管理やリスク状況の把握が困難な場合も存在するようになってきている。そのため、証券会社が大規模かつ複雑な業務をグループ一体として行っている場合に、当該証券会社がグループ内の親会社・子会社・兄弟会社からもたらされる財務・業務上の問題等によって突然の破綻に至ることで、証券会社の市場仲介機能が不全に陥り、広範な投資者に悪影響が及び、引いては金融システムへの悪影響が懸念されるおそれがある。

### (2) 国際的な対応動向

国際的にも、米国の大手投資銀行の破綻に伴い、国境を越えて金融システムに影響が波及した経験も踏まえ、G20 サミットの合意に基づき、国境を越えて活動する主要な商業銀行や投資銀行（証券会社等を含む）について、各国当局の協調（監督カレッジ）の下、グループ全体の業務・リスク状況の把握を図るための取組が進められている。また、一部の海外当局においては、当該国に進出している外国金融機関の業務・リスク状況に関する監督を強化する中で、連結ベースの業務運営管理・リスク管理等の重要性を強調するような動きも見られる。

### (3) 今後の規制・監督のあり方

以上のような動きを踏まえ、我が国としても、大規模かつ複雑な業務をグループ一体として行う証券会社、特に国際的に活動する証券会社グループについては、母国当局として、監督上の運用のみならず、制度としても、連結ベースの規制・監督を整備していく必要がある。一方、我が国以外の国・地域が母国当局となる金融機関グループについては、その母国当局による連結ベースの規制・監督によって、グループ全体の業務・リスク状況の把握が行われることが基本であるが、我が国としても、日本拠点の規制・監督を通じて、連結ベースの業務運営管理・リスク管理等についても確認することが必要である（なお、日本拠点の規制・監督を通じて得られた情報等も有効に利用して、監督カレッジ等の枠組みを通じ、母国当局との連携の一層の緊密化も必要）。

## 考え方

大規模かつ複雑な業務を行う証券会社であって、グループ会社と一体的に活動し

ているものについては、適切な経営管理の下、グループ・ベースでの強固で包括的なリスク管理を徹底させることが必要と考えられる。こうした趣旨にかんがみ、現行の単体ベースの規制・監督ではその業務やリスク等の全体像の把握が困難な証券会社については、連結自己資本規制等、連結ベースの規制・監督を制度として導入すべきである。

他方、比較的小規模な証券会社については、単体ベースの規制・監督でその業務やリスク等の全体像の把握が可能とも考えられることから、引き続き、現行の規制枠組みで対応していくことが考えられる。

## 対応骨子（案）

### (1) 連結規制・監督の対象

- 連結規制・監督の対象に関しては、次のような方向で考えることとしたい。
  - ・ 親会社・子会社・兄弟会社に係るグループ全体の連結規制・監督の対象となる証券会社を確定するに当たっては、総資産額といった定量的な基準とともに、業務の質に基づく定性的な判断が必要ではないか。
  - ・ 銀行系、外資系の証券会社グループ等、他業法や外国当局による規制・監督によって今般の連結規制・監督の目的が既に達成されていると判断されるグループについては、同様の規制・監督の重複を排除する措置が必要ではないか（ただし、外資系グループについては、日本拠点の規制・監督を通じて、グループ全体の状況についても確認すべきと考えられる）。
  - ・ 親会社がリスク遮断措置を講じている事業会社である等、証券会社と一体的に業務を運営しているとは認められない場合においては、親会社等を含むグループ全体の連結規制・監督の対象とする必要はなく、必要に応じて、当該証券会社とその子会社を対象とする連結規制・監督を行うこととすべきではないか（そのような場合に、親会社に起因する事由によって証券会社の適切な業務運営が妨げられる事態等が発生したときには、主要株主に対する措置命令（後述）で対応すべきではないか）。

### (2) 連結規制・監督の内容

- グループ・ベースでの強固で包括的なリスク管理を徹底させるとの趣旨にかんがみれば、連結自己資本規制や兄弟会社に対する報告徴取等の整備は必要と考えられる。しかしながら、登録制の下、証券会社の多様な業務展開を促し、経営の多様化・差別化を促すべきとの目標は引き続き維持すべきと考えられることから、業務範囲規制のような事前規制の導入は避けるべきと考えられる。
- 大規模かつ複雑な業務をグループ一体として行う証券会社については、グループ全体の業務・リスク状況の把握が必要であることから、親会社・兄弟会社等を含むグループ全体の連結規制・監督を行うべきではないか。

他方、グループ全体の連結規制・監督の対象外となる場合であっても、証券会社の子会社の財務状況に懸念が生じるときは、当該証券会社自身の財務状況にも直接の悪影響が及ぶものと考えられる。従って、大規模な証券会社については、親会社と一体的に業務を営んでいない場合であっても、すべて、当該証券会社とその子会社を対象とする連結規制・監督を行うことが必要である。
- 現行、単体ベースで適用される自己資本規制の枠組みは、証券会社のビジネ



ス・モデルも踏まえ、自己資本の質・量に加えて、流動性にも着目するものとなっている。連結ベースの自己資本規制を整備するに当たっても、こうした観点を織り込み、基本的に、現行の単体ベースの規制を拡張していく方向で検討することが考えられる。一方、国際的に活動する金融機関については、その財務の健全性を示す指標として、いわゆるバーゼルⅡを用いた自己資本規制の枠組みが定着している。従って、我が国の証券会社のうち、国際展開を図る上で、バーゼルⅡを用いた自己資本規制の適用を行う者に対しては、これによる枠組みとすることが適当ではないか。

## 2. 金融商品取引業者に対する主要株主規制の強化

### 背景

第一種金融商品取引業者及び投資運用業者については、その健全性を確保する観点から、その主要株主（原則として20%以上の議決権を保有する者）に対して当局への届出を求めるとともに、主要株主が適格性（過去の行政処分歴、犯罪歴等）を満たさない場合には、株式売却命令等を行うことができる制度となっている。

しかしながら、金融商品取引業者の主要株主に対しては、金融商品取引業者の業務の適切な運営確保等のために業務改善等の必要な措置の命令が可能な制度とはなっていないことから、主要株主において、金融商品取引業者の適切な業務運営を妨げる行為等がなされたとしても、現行法令上、主要株主に対してそうした状況の改善のための所要の措置命令を行うことができない。

※ 銀行・保険会社については、業務の健全・適切な運営を確保する観点から、主要株主のうち議決権の過半数を保有する者に対する措置命令が可能となっている。

### 考え方

主要株主の財務悪化により傘下の証券会社の資金繰りが困難となるおそれや、主要株主における法令違反や利益相反等が傘下の金融商品取引業者の経営に悪影響を及ぼすおそれがあること等にかんがみれば、金融商品取引業者に係る主要株主規制を強化することが必要と考えられる。

### 対応骨子（案）

- 金融商品取引業者の適切な業務運営等の確保のために必要な場合に、株式売却命令だけでなく、主要株主のうち議決権の過半数を保有する者に対する業務改善等の所要の措置命令を可能とする制度整備が必要であると考えられる。
- 上記制度整備に伴い、措置命令の対象となり得る主要株主に対しては、他業法との整合性を図る観点から、参入規制として登録制等を採用すべきとの考え方があるが、過剰規制を避ける観点から、その要否については引き続き検討を行う。

## 3. 保険会社の連結財務規制

### 背景

保険会社又は保険持株会社を頂点とするグループについては、その経営の健全性を確保することによって保険契約者等の保護を図る観点から、既にグループ会社に対する検査や行政処分など連結ベースで法律上一定の規制・監督の枠組みが設けられているが、財務健全性基準（ソルベンシー・マージン基準）については保険会社単体について設けられているのみである。

近年、保険業界の組織再編が進む中、グループ内の他の会社が借入れにより調達した資金で保険会社の増資を行うといった事例も見られるようになってきており、グループ全体の財務の健全性を定量的に把握する必要性が高まっている。

また、今次の金融危機の教訓として、グループ内の他の会社の経営悪化に起因する問題が保険会社に危機を招きかねないことなどから、G20 サミット及び金融安定理事会において、金融グループ規制構築の必要性が指摘され、保険監督者国際機構においても連結ベースの財務健全性基準等に関する議論が進められている。こうした中、欧州連合（EU）においては、2012年の連結ベースでのソルベンシー規制の導入に向けて準備が進められている。

#### 考え方

保険会社又は保険持株会社を頂点とするグループについて、グループ全体の財務状況を定量的に把握し、グループ内の他の会社の経営悪化が保険会社に波及するリスクを早期に把握することにより、保険契約者等の保護を図ることが必要である。このような観点から、グループ全体を対象とする連結ベースの財務健全性基準を導入すべきと考えられる。

#### 対応骨子（案）

##### (1) 連結財務健全性基準の対象範囲等

- 保険契約者等の保護を図るために、グループ内の他の会社の経営悪化が保険会社に波及するリスクを把握する必要性は、グループの規模の大小等にかかわらず認められることから、連結財務健全性基準の対象については、一部のグループに限るのではなく、保険会社又は保険持株会社を頂点とするすべてのグループとすべきと考えられる。
- 保険持株会社については、承認制の下、一般事業会社を子会社として保有することが可能となっているが、財務の健全性を確保する観点からの承認基準が設けられていることから、連結財務健全性基準の導入を行った場合にも、基本的には、現行の枠組みを維持することが適当と考えられる。

##### (2) 連結財務健全性基準の導入時期

- 連結財務健全性基準については、国際的な議論との整合性にも留意しつつ、保険業界の組織再編等が進みつつある日本の現状にかんがみ、早期の導入を図るべきと考えられる。

## IV. ヘッジ・ファンド規制

### 背景

#### (1) 国際的な対応動向

これまで金融システムの安定性という観点からは必ずしも規制の対象とされてこなかったヘッジ・ファンドについては、昨年秋以降の欧米の金融危機において、投資銀行との取引に係るレバレッジの圧縮や解約対応のための運用株式の大量売却等により、危機を増幅させたとの指摘がなされている。

ヘッジ・ファンドについて、その国境をまたがる活動実態を踏まえ、各国当局が出来る限り同様の視点から規制すべき（各国規制の不整合を利用した潜脱の防止）との共通認識が形成され、登録により適切に規制することが国際的に合意された。

現在、証券監督者国際機構（IOSCO）等の国際的な議論の場において、規制すべきヘッジ・ファンドの範囲、規制の内容等について議論が続けられており、我が国も積極的に参加しているところである。また、EU、米国においては、それぞれヘッジ・ファンド規制案が策定され、現在議会で審議中である。EU、米国の両案に共通に含まれている事項は次のとおりであるが、その他の事項について、なお検討が続けられている。

- ・ 規制対象：  
ヘッジ・ファンド運用者（運用者の所在国の根拠法により規制）  
（システムック・リスクを招く可能性がある一定規模以上のファンドを運用する者）
- ・ 規制内容：  
運用者が当局に対して、リスク管理等の観点から、運用財産（レバレッジ利用状況等）について、継続的に報告することを義務付ける

#### (2) 我が国の現在の規制の枠組み

我が国所在のファンド運用者については、金融商品取引法上、投資運用業者として、①投資一任運用業者、②投資信託運用業者、③集団投資スキーム（自己運用）に分類される。

投資一任業者及び投資信託運用業者についてはすべて登録制の下、集団投資スキーム（自己運用）については原則登録制（プロ向けについては届出制）の下、それぞれ規制されている。届出制における対象者に対しても、報告徴取等の監督が実施されており、国際的にみると、「登録」に相当する実態を備えている。

ヘッジ・ファンド運用者については、その定義に国際的コンセンサスはないものの、その運用形態（投資家から預かった財産について、専門の運用業者が、レバレッジ、デリバティブ取引、ロング・ショートなどの手法を用いて運用し、リターン拡大を目指す等）に着目すれば、これらは、現状では、投資一任運用業者又は投資信託運用業者に該当すると整理することができる。

### 考え方

今次の金融危機において、我が国では、海外ヘッジ・ファンドの投売り等により株価が欧米よりも下落したこと等を踏まえれば、我が国金融システムの安定性の確保、規制の潜脱防止の観点から、我が国に所在するヘッジ・ファンド運用者につい

て、国際的な議論との整合性を確保した規制を行うこととすることが考えられる。  
その場合には、我が国の実情を踏まえながら、システミック・リスク対策からのヘッジ・ファンド規制の本旨を踏まえた検討を行うよう留意する必要があると考えられる。

上記の国際的な対応動向、我が国の法令の整備状況からして、我が国として検討すべき中心論点は、既に登録されたヘッジ・ファンド運用者に対する報告事項の拡充であると考えられる。

#### 対応骨子（案）

##### (1) 登録対象の拡充等

○ ヘッジ・ファンド運用者については、金融商品取引法において、登録投資一任運用業者、登録投資信託運用業者として、規制の対象として位置付けられている（上記「我が国の現在の規制の枠組み」参照）。他方、届出制に基づくプロ向け集団投資スキームは、実態として、不動産ファンド、ベンチャー・ファンド等が中心であり、投資運用業としては運用規模が小さい。従って、システミック・リスクを招く可能性のあるヘッジ・ファンドに該当するものは確認されていない（当庁の実態調査による）ことから、現時点において、届出対象から登録対象に変更する必要はないものと考えられる（注）。

（注）届出制に基づくプロ向け集団投資スキーム（自己運用）の運用者については、定期的にモニタリングを行うこととしており、将来、この中にシステミック・リスクを招く可能性のあるヘッジ・ファンド運用者が確認され、必要性が認められる場合には、制度上もこれを登録対象とすることを検討する。

○ なお、プロ向け集団投資スキームのうち、海外を拠点とし、かつ、日本人投資家の資金が一定割合以下のものは、届出の適用除外とされている。現在、これらの海外拠点のファンドについては、その所在国の当局が、国際的に共通の基準で適切に規制を行う方向で国際的な議論が進んでいることから、我が国の届出制の範囲を変更する必要はないと考えられる。

○ ただし、日本の投資家に販売される外国投資信託を国内から直接設定・指図する運用形態については、現在の金融商品取引法による規制の対象外となっているが、この形態によるヘッジ・ファンドの運用も、ごく一部に見られる。従って、これを行う者を、登録対象とすべきと考えられる。

##### (2) ファンドのリスク管理状況に係る報告事項等の拡充

○ ヘッジ・ファンド運用者から当局に対する報告については、国際的な議論等を踏まえ、運用財産のリスク管理状況等を継続的に当局へ報告する等の報告事項の拡充を、各国と協調して行うべきと考えられる。

## V. 投資家保護・取引の公正の確保

### 1. 地方公共団体に係る特定投資家制度の見直し

#### 背景

金融商品取引法においては、投資家を「特定投資家」（いわゆる「プロ」）と「一般投資家」（いわゆる「アマ」）に区分し、この区分に応じて金融商品取引業者等の

行為規制の適用を行うことにより、規制の柔軟化を図っている。

地方公共団体については、現行、「一般投資家へ移行可能な特定投資家」と分類されている。このため、金融商品取引業者等は、一般投資家への移行措置を行わない地方公共団体に対しては、リスク説明等を含む書面交付義務等の行為規制が適用されない。こうした中、一部の地方公共団体において、高度な金融知識が求められる複雑な金融商品を購入しているところが見受けられる。

#### 考え方

地方公共団体は、一般投資家への移行措置を行わない限り、特定投資家として取り扱われるが、高度な金融知識が求められる複雑な金融商品が増える中、必要な金融知識を踏まえた投資判断が行われ得る態勢が必ずしも整っていない団体も含まれていることから、特定投資家となることを求める団体のみ、特定投資家として業者からの書面交付義務等を免除すべきではないか。

#### 対応骨子（案）

- 地方公共団体には、必要な金融知識を踏まえた投資判断が行われ得る態勢が必ずしも整っていない団体も含まれることにかんがみ、投資家保護の一層の充実の観点から、「特定投資家へ移行可能な一般投資家」に分類すべきと考えられる。
- 地方公共団体を「特定投資家へ移行可能な一般投資家」に分類することとした場合、特定投資家としての取扱いの継続を希望する地方公共団体について、いったん一般投資家になってから改めて特定投資家に移行する必要があるが生じるが、この手続きが円滑に進むよう工夫する必要があると考えられる。

## 2. デリバティブ取引一般に対する不招請勧誘規制のあり方

#### 背景

不招請勧誘の禁止は、平成 17 年に施行された改正金融先物取引法（金融先物取引法は、平成 18 年の金融商品取引法制定の際に金融商品取引法に統合）において、利用者被害の発生等を踏まえて導入されたものであり、現状、金融商品取引法によって委任された政令において、店頭金融先物取引（店頭 FX 取引等）のみが対象となっている。

近年、店頭 FX 取引と類似する証券 CFD 取引が個人に広がりを見せており、また、平成 21 年の商品取引所法の改正により商品デリバティブ取引にも不招請勧誘の禁止が導入されることとなり、一定の取引所デリバティブ取引も不招請勧誘の禁止の対象とされる方向にある。

#### 考え方

取引所取引を含むデリバティブ取引全般を不招請勧誘の禁止の対象とし、適合性原則遵守上の問題の発生に対し、予防的な対応をすべきではないかとの考え方がある。

他方、金融機関を中心に、金融機関が顧客に適切な商品の情報を提供できなくなることにより、我が国の金融サービスの発展を阻害する、という意見もある。特に、顧客の保有資産のヘッジ・ニーズ等に応えるためには、デリバティブ取引の能動的な勧誘が必要となる場合もあることから、不招請勧誘の禁止の例外とすべきではないかとの考え方がある。

こうした二つの考え方を踏まえ、デリバティブ取引一般への不招請勧誘規制のあり方については、更に議論を深めることが必要と考えられる。

#### 対応骨子（案）

- 取引所取引を含むデリバティブ取引一般を不招請勧誘の禁止の対象とすべきかどうかについて、市場関係者や利用者と引き続き意見交換を行い、来年前半を目途に結論を得るよう検討を進める。

## VI. その他

### ○ 空売り報告制度の整備

#### 背景

有価証券の空売りについては、現行、恒久的措置として、売付けが空売りであるか否かの別の明示・確認が取引者等に義務付けられているとともに、原則、金融商品取引所が直近に公表した価格以下の価格での空売りが禁止されている。

今次の金融危機においては、諸外国における動向も踏まえ、上記の恒久的措置に加え、

- ・ 売付けの際に株の手当てがなされていない空売り（いわゆる Naked Short Selling）の禁止（平成 20 年 10 月 30 日導入）
- ・ 発行済株式総数の原則 0.25%以上の空売りポジションの報告・公表義務（平成 20 年 11 月 7 日導入）

を時限的措置として導入したところである（平成 22 年 1 月末まで）。

諸外国においては、当初時限的措置として導入された空売り規制について、強化された空売り規制の恒久化や時限的措置の継続の動き等が見られている。また、店頭取引を含むデリバティブ取引のポジションを報告対象とする国も見られ、IOSCO が平成 21 年 6 月に公表した空売り規制に係る報告においても、デリバティブ取引を報告の対象に含めることを検討することが提案されている。

#### 考え方・対応骨子（案）

- 時限的措置として導入した空売りポジション報告・公表制度については、当面、マーケットの状況を注視しながら対応していくこととする。
  - 一方、諸外国の動向等を踏まえつつ、将来における空売りポジション報告・公表制度の恒久化について、下記の点も含め、引き続き、総合的に検討する。
    - ・ 公表内容についてどう考えるか。

- 店頭取引を含むデリバティブ取引のポジションを報告対象とすることについてどう考えるか。  
その際、報告方法として、顧客が会員証券会社を通じて取引所に報告する現行の方式を、当局へ直接報告する方式へ変更すること等を含めた見直しについて、どう考えるか。
- 価格規制のあり方についてどう考えるか。